

## 汽车

## 比亚迪（002594.SZ）

## 维持评级

报告原因：业绩快报

业绩基本符合预期，传统业务拖累整体利润

增持

2019年3月1日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



市场数据：2019年2月28日

收盘价(元)：54.51

年内最高/最低(元)：

58.62/45.97

流通A股/总股本(亿)：

11.42/27.28

流通A股市值(亿)：1379

总市值(亿)：1487

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：0351-8686775

李召麒：010-83496307

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件描述

- 公司发布2018年业绩快报：2018年实现营业收入1300.55亿元，同比增长22.8%；归母净利润27.9亿元，同比下滑31.4%。其中，第四季度归母净利润为12.6亿元，符合预期。

### 事件点评

- 18年业绩预告基本符合预期，新能源汽车销量持续增长。**比亚迪凭借多年的技术与市场的积累，业绩逐渐稳定，营收突破1300亿元，第四季度归母净利润为12.6亿元，在预期范围之内。
- 公司传统业务导致集团盈利承压。**2018年由于传统汽车销量一般，导致公司燃油车业务影响了整体的盈利水平。同时手机部件与光伏业务由于行业竞争加剧与政策变动，均对公司盈利造成了的不利影响。此外，融资成本的上升带来的财务费用增加也一定程度的影响了集团的整体盈利。
- 市场逐渐认可，全产业链优势大。**2018年，比亚迪新能源乘用车国内市占率第一，新能源客车市场占有率第二，龙头优势明显。同时，公司具有垂直产业链优势，掌握电池、电机电控、充电设施以及整车技术，新能源整车覆盖乘用车各车型以及新能源客车，产品齐全，性能优异，成本优势明显。在技术方面，比亚迪也获得了多项重大突破，特别是在电机电控领域，比亚迪发布了IGBT4.0技术，领先于市场主流产品，成为国内电控领域的绝对龙头。此项技术应用于新发布的电动车后，可将整车性能提升再提高10%。若此技术可以外供，还有望为公司提供新的业绩增长点。此外公司电池若可以参与其他厂商的供应，也可以为公司带来新的利润增长点。
- 2019年1月比亚迪新能源汽车销量同比大幅增长。**根据公司公告，1月份，比亚迪整体销量为43,920辆，同比增长3.74%。其中新能源汽车销量为28,668辆，同比增长291.11%；燃油汽

车销量为 15,252 辆，同比下滑 56.43%。在统一的家族前脸设计以及较好的口碑下，汽车销量持续走高，畅销车型包括宋 MAX、全新一代唐、全新一代宋、秦 Pro 等，在 2019 年，唐、元宋秦将进行升级，其中元 EV535 已经开始预售，由于性能强劲，补贴后售价为 11-14 万，预售开始 24 小时内，订单数量突破 1000 台，可见其火爆程度。虽然市场有对补贴退坡的担忧，但为了新能源汽车正常发展，政策的制定不会对成熟的新能源车企造成严重的冲击。所以我们预计 2019 年全年仍可以保持较高速度的增长。

- 比亚迪电动车目前续航里程已经达到五百公里以上，超过了不少汽油车，超过临界值后，极大程度上解决了续航焦虑问题，销量也会有较大增长。在政策端，过往在汽车市场低迷时期，政府更愿意趁此机会推广新能源汽车，未来或将推出更加利好新能源汽车的政策。

#### 投资建议：

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.97\1.55\2.21，对应公司 2 月 28 日收盘价 54.51 元，2018-2020PE 分别为 52.84\32.80\23.03。虽然新能源汽车邻域有较快速的发展，但是由于今年上半年的汽车销量仍将处于较低水平，公司的传统邻域会拖累整体业绩，且目前估值高于新能源汽车行业整体较多，基于上述观点，维持“增持”评级。

**存在风险：**汽车销量不及预期；宏观经济持续下滑；新能源补贴大幅退坡。

2019年2月28日

利润表	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>105,914.7</b>	<b>130,052.7</b>	<b>160,133.8</b>	<b>199,286.6</b>	<b>成长性</b>				
减:营业成本	85,775.5	106,903.3	131,630.0	163,813.6	营业收入增长率	2.4%	22.8%	23.1%	24.5%
营业税费	1,329.5	1,933.0	2,380.2	2,962.1	营业利润增长率	-9.6%	-29.1%	42.6%	38.9%
销售费用	4,925.3	5,241.2	6,453.5	8,031.3	净利润增长率	-4.4%	-5.0%	12.6%	20.7%
管理费用	6,786.1	8,908.9	10,969.6	13,651.6	EBITDA增长率	-9.4%	-5.8%	26.6%	27.3%
财务费用	2,314.4	2,314.0	2,314.0	2,314.0	EBIT增长率	12.4%	-23.0%	26.6%	27.3%
资产减值损失	242.6	413.5	413.5	413.5	NOPLAT增长率	-19.5%	-35.2%	61.1%	42.4%
加:公允价值变动收益	-118.2	-200.0	-200.0	-200.0	投资资本增长率	17.6%	-20.0%	1.5%	-2.5%
投资和汇兑收益	-206.1	-300.0	-300.0	-300.0	净资产增长率	8.2%	-8.0%	7.8%	10.6%
<b>营业利润</b>	<b>5,410.6</b>	<b>3,838.7</b>	<b>5,473.1</b>	<b>7,600.4</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	210.1	280.9	549.0	549.0	毛利率	19.0%	17.8%	17.8%	17.8%
<b>利润总额</b>	<b>5,620.6</b>	<b>4,119.6</b>	<b>6,022.2</b>	<b>8,149.5</b>	营业利润率	5.1%	3.0%	3.4%	3.8%
减:所得税	703.7	635.8	929.5	1,257.9	净利润率	3.8%	2.0%	2.6%	3.0%
<b>净利润</b>	<b>4,066.5</b>	<b>2,633.3</b>	<b>4,242.2</b>	<b>6,041.2</b>	EBITDA/营业收入	12.9%	9.9%	9.1%	8.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	6.2%	4.7%	4.9%	5.0%
货币资金	9,902.7	-233.3	2,791.9	14,139.8	<b>投资回报率</b>				
交易性金融资产	1.1	6.4	2.5	3.3	ROE	7.4%	5.3%	8.0%	10.4%
应收帐款	52,706.2	46,430.4	57,169.8	71,147.8	ROA	2.8%	2.4%	3.2%	3.7%
应收票据	6,973.0	-	-	-	ROIC	8.1%	5.3%	8.4%	10.5%
预付帐款	848.8	606.6	746.9	929.5	<b>费用率</b>				
存货	19,872.8	23,583.7	29,038.6	36,138.5	销售费用率	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
其他流动资产	11,089.8	11,422.5	11,765.2	12,118.2	管理费用率	6.4%	6.9%	6.9%	6.9%
可供出售金融资产	4,185.5	-	-	-	财务费用率	2.2%	1.8%	1.4%	1.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	三费/营业收入	13.2%	12.7%	12.3%	12.0%
长期股权投资	3,064.9	3,064.9	3,064.9	3,064.9	<b>运营效率</b>				
投资性房地产	66.7	66.7	66.7	66.7	固定资产周转天数	137	115	85	62
固定资产	43,244.8	39,529.8	36,304.6	32,547.9	流动资产周转天数	307	256	208	215
在建工程	4,512.9	3,920.9	3,090.7	1,944.4	应收帐款周转天数	162	118	118	118
无形资产	14,199.1	12,757.2	11,315.3	9,873.3	存货周转天数	78	73	73	73
其他非流动资产	2,779.2	2,862.5	2,948.4	3,036.9	总资产周转天数	549	451	347	315
<b>资产总额</b>	<b>178,099.4</b>	<b>147,637.7</b>	<b>161,309.2</b>	<b>187,296.2</b>	<b>偿债能力</b>				
短期借款	35,774.9	26,909.4	26,909.4	28,650.9	资产负债率	66.3%	62.6%	63.1%	64.9%
应付票据	16,954.1	20,817.9	25,633.1	31,900.4	负债权益比	197.0%	167.7%	171.2%	184.8%
应付账款	23,319.5	27,215.2	33,510.1	41,703.3	流动比率	0.98	0.92	1.03	1.15
其他流动负债	2,282.7	2,396.8	2,516.6	2,642.5	速动比率	0.79	0.65	0.74	0.85
长期借款	6,369.2	-	-	-	现金流量利息保障倍数	234.21			
其他非流动负债	2,282.7	2,396.8	2,516.6	2,642.5	<b>业绩和估值指标</b>				
<b>负债总额</b>	<b>118,141.9</b>	<b>92,481.9</b>	<b>101,824.2</b>	<b>121,535.3</b>	EPS(元)	1.49	0.97	1.55	2.21
股本	2,728.1	2,728.1	2,728.1	2,728.1	BVPS(元)	20.16	18.09	19.37	21.35
资本公积与留存收益	22,645.7	24,805.0	28,283.6	33,720.7	PE(X)	36.6	56.5	35.1	24.6
少数股东权益	4,953.3	5,803.8	6,654.2	7,504.7	PB(X)	2.7	3.0	2.8	2.6
<b>股东权益</b>	<b>59,957.5</b>	<b>55,155.9</b>	<b>59,484.9</b>	<b>65,760.9</b>	P/FCF	41.1	-20.2	48.1	13.2
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	P/S	1.4	1.1	0.9	0.7
净利润	4,916.9	2,633.3	4,242.2	6,041.2	EV/EBITDA	16.2	13.8	12.1	9.6
加:折旧和摊销	242.6	-	-	-	CAGR(%)	11.9%	3.5%	-2.4%	11.9%
资产减值准备	7,092.5	6,782.4	6,782.4	7,667.1	PEG	307.0%	1593.8%	-1452.3%	206.7%
公允价值变动损失	118.2	-200.0	-200.0	-200.0					
财务费用	2,342.8	2,314.0	2,314.0	2,314.0					
投资收益	206.1	300.0	300.0	300.0					
少数股东损益	850.5	850.5	850.5	850.5					
营运资金的变动	-14,871.9	13,412.0	-7,417.1	-5,230.7					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>6,367.9</b>	<b>26,092.1</b>	<b>6,872.0</b>	<b>11,742.0</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-15,964.1</b>	<b>3,982.8</b>	<b>-769.1</b>	<b>-703.5</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>11,167.8</b>	<b>-31,345.5</b>	<b>-3,077.6</b>	<b>-1,432.0</b>					

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上  
增持：相对强于市场表现 5~20%  
中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现  
中性：行业与整体市场表现基本持平  
看淡：行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。